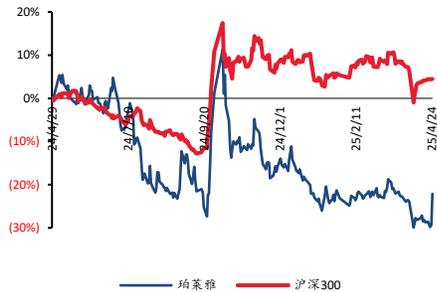


24年及25Q1财报点评：业绩超预期，国货美妆龙头地位稳固

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	3.96/3.95
总市值/流通(亿元)	335.66/334.95
12个月内最高/最低价(元)	121.1/73.73

相关研究报告

<<24Q3财报点评：延续稳健增长，双十一值得期待>>--2024-11-03

<<2024H1财报点评：业绩超预期，多品牌多渠道高质量增长>>--2024-09-03

<<23年及24Q1财报点评：23年业绩超预期，24Q1延续高增，多品牌运营能力持续验证>>--2024-04-23

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

事件：公司近期发布2024年年报及2025年一季报，2024年收入107.8亿元/同+21%，归母净利润15.5亿元/同+30%，扣非归母净利润15.2亿元/同+29.6%。单25Q1收入23.6亿元/同+8.1%，归母净利润3.9亿元/同+28.9%，扣非归母净利润3.8亿元/同+29.8%。24年每股派发现金红利1.19元(含税)，加上年内回购1.53亿元，合计现金分红比例为40.07%。营收突破百亿规模，业绩表现超预期，实现高质量增长。

公司已具备完善的品牌矩阵，主品牌珀莱雅持续贯彻大单品策略实现稳健增长，子品牌彩棠、OR、悦芙媿接力成长，储备新品牌为中长期发展蓄力，看好公司多品牌战略推进成长为化妆品集团。

1) 珀莱雅：24年收入同比+19.6%至85.8亿元，占比为79.7%/同比-1pct；持续贯彻大单品策略，包括升级红宝石、源力系列，推出能量系列的新精华，全新上市净源系列（针对油皮）和光学系列（美白），完善防晒和抗老类产品矩阵。期待原有大单品系列持续迭代提高市场渗透，新系列和新品有序上市贡献新增量。

2) 彩棠：24年收入同比+19%至11.9亿元，占比为11.1%/同比-0.2pct；持续夯实面部彩妆大单品矩阵，大单品高光修容盘升级3.0，腮红和遮瑕盘受到消费者欢迎；同时拓展底妆产品，主推小圆管粉底液，期待底妆品类带来新增量。

3) 其他：①**OR：**24年收入同比+71.1%至3.7亿元，占比为3.4%/同比+1pct；持续提升核心爆品“OR清爽蓬松洗发水”和“OR轻盈发膜”的渗透率和品牌声量。②**悦芙媿：**24年收入同比+9.4%至3.3亿元，占比为3.1%/同比-0.33pct；深耕油皮护肤，持续夯实品牌“油皮护肤专家”的消费者认知，完善产品矩阵。③**原色波塔：**24年收入同比+138%至1.14亿元，定位眼部彩妆专家，持续完善产品线。④**其他品牌：**收入同比+23.2%至1.8亿元。

线上继续引领增长，线下仍处于调整中表现承压。24年线上/线下收入分别同比+23.7%/-13.6%至102/5.3亿元，占比分别为95%/5%，线上仍为主要的增长驱动。**1) 线上：**主品牌合作天猫二梯队主播提高直播渗透，优化触点结构以提高投放效率；把握抖音红利，优化自播矩阵号结构，精细化运营提效。**2) 线下：**优化渠道结构，积极开拓高质量新型百货和购物中心柜台形象。

毛利率持续提升，费用管控良好，盈利表现超预期。**1) 毛利率：**24年毛利率同比+1.5pct至71.39%，主要系运费费率下降以及客单价提升；24Q4/25Q1毛利率分别同比+5.6/+2.7pct至73.8%/72.8%。**2) 费用端：**24年销售费用率同比+3.3pct，主要系形象宣传推广费率增加；管理费用率同比-1.7pct，主要系股份支付减少；25Q1销售/管理费用率分别同比-1.2/-0.2pct，费用优化主要系小品牌经营改善以及主品牌达播占比下降；**3) 净利率：**24年归母净利率同比+1pct至14.4%，25Q1净利率同比+2.7pct至16.5%。

盈利预测与投资建议：作为持续领跑行业的本土化妆品企业，公司持续展现出强α属性，成功实现从产品到品牌再到多品牌集团化矩阵式的跃

迁，品牌国货龙头的地位进一步夯实。当前公司营收已破百亿，**短期来看**，主品牌珀莱雅（大单品迭代&新品新系列推出）实现稳健增长，二线品牌彩棠（发力底妆）、OR（产品升级、品牌心智强化）、悦芙媞（受益质价比消费）、原色波塔（深化眼部彩妆专家心智）接力成长。**中长期来看**，储备新品牌实现差异化定位，夯实国货化妆品集团的市场地位；公司管理层具备多品牌的运营能力和丰富的管理经验，灵活的组织能力以及架构保证公司强大的战略执行力，有望获得长期、确定性较高的增长。我们预计 2025-27 年净利润为 18.6/21.4/24.6 亿元，对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新品牌孵化不及预期，新品推广不及预期等

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10778	12536	14433	16421
营业收入增长率(%)	21%	16%	15%	14%
归母净利（百万元）	1552	1859	2139	2457
净利润增长率(%)	30%	20%	15%	15%
摊薄每股收益（元）	3.92	4.69	5.40	6.20
市盈率（PE）	21.6	18.1	15.7	13.7

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,011	4,082	5,827	7,414	9,141
应收和预付款项	547	742	649	836	924
存货	797	661	934	891	880
其他流动资产	189	128	229	242	254
流动资产合计	5,545	5,613	7,638	9,383	11,199
长期股权投资	114	111	111	111	111
投资性房地产	66	64	64	64	64
固定资产	827	907	943	965	973
在建工程	52	75	66	60	56
无形资产开发支出	405	429	447	462	476
长期待摊费用	67	70	70	65	55
其他非流动资产	5,792	5,874	7,922	9,664	11,482
资产总计	7,323	7,530	9,623	11,391	13,217
短期借款	200	0	0	0	0
应付和预收款项	1,056	677	970	1,150	1,171
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,667	1,367	1,832	1,883	1,922
负债合计	2,923	2,044	2,802	3,033	3,094
股本	397	396	396	396	396
资本公积	864	847	847	847	847
留存收益	3,239	4,432	5,729	7,222	8,936
归母公司股东权益	4,350	5,402	6,699	8,192	9,907
少数股东权益	51	84	122	166	216
股东权益合计	4,400	5,486	6,822	8,358	10,123
负债和股东权益	7,323	7,530	9,623	11,391	13,217

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,469	1,107	2,562	2,454	2,685
投资性现金流	-476	-1,265	-208	-180	-176
融资性现金流	-460	-758	-610	-686	-782
现金增加额	534	-917	1,744	1,587	1,727

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,905	10,778	12,536	14,433	16,421
营业成本	2,677	3,084	3,441	3,914	4,421
营业税金及附加	91	84	100	115	131
销售费用	3,972	5,161	5,942	6,841	7,784
管理费用	455	366	426	491	575
财务费用	-59	-36	15	5	-5
资产减值损失	-108	-96	-50	-100	-100
投资收益	-17	-2	-3	-3	-3
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,503	1,890	2,371	2,729	3,134
其他非经营损益	-7	-1	0	0	0
利润总额	1,495	1,889	2,371	2,729	3,134
所得税	265	304	474	546	627
净利润	1,231	1,585	1,897	2,183	2,507
少数股东损益	37	33	38	44	50
归母股东净利润	1,194	1,552	1,859	2,139	2,457

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	69.93%	71.39%	72.55%	72.88%	73.08%
销售净利率	13.41%	14.40%	14.83%	14.82%	14.96%
销售收入增长率	39.45%	21.04%	16.30%	15.13%	13.78%
EBIT 增长率	33.93%	26.99%	28.42%	14.56%	14.49%
净利润增长率	46.06%	30.00%	19.76%	15.09%	14.87%
ROE	27.45%	28.73%	27.74%	26.11%	24.80%
ROA	18.79%	21.35%	22.11%	20.77%	20.38%
ROIC	22.44%	24.82%	25.06%	23.89%	22.93%
EPS (X)	3.01	3.93	4.69	5.40	6.20
PE (X)	33.02	21.55	18.06	15.69	13.66
PB (X)	9.07	6.21	5.01	4.10	3.39
PS (X)	4.43	3.11	2.68	2.33	2.04
EV/EBITDA (X)	23.34	15.31	11.30	9.34	7.66

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。